

玻璃制造

李凡

0755-82026745

lifan@cjis.cn

罗泽兵

0755-82026743

luozebing@cjis.cn

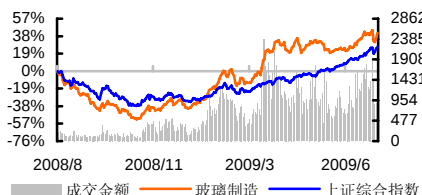
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	10
总市值(亿元)	856
占A股比例(%)	0.26%
平均市盈率(倍)	37.4

行业表现

(%)	1M	3M	6M
玻璃制造	11.48	12.12	71.78
上证综合指数	12.12	39.76	68.02



相关报告

建材行业 09 年中期投资策略-需求复苏预期充分, 产能超预期扩张或影响利润增速

2009-7-9

建材行业 09 年投资策略-长线买点到来

2008-12-23

南玻 A-浮法改善明显, 太阳能领域等待需求回暖

2009-8-3

玻璃制造

房地产需求回升和产能缩减导致玻璃销售超预期

投资要点:

■ **玻璃价格和单月销量有可能超出 07 年高点。**近日, 全国各地玻璃价格持续上涨, 华南华东玻璃挂牌价格达到 2300 元/吨, 据 07 年玻璃实际成交价最高峰 2400 元, 仅一步之遥。华北玻璃挂牌价格达到 2000 元/吨。6 月份我国玻璃产量达到 4875 万箱, 接近历史最高月度产量水平。随着 9-10 月份玻璃销售进入旺季, 单月玻璃销量可能超过 07 年高点, 部分地区玻璃价格可能会超过 07 年高点。

■ **目前各厂家玻璃库存相比年初下降了 2/3 左右。**据我们调研了解的情况, 目前各主要玻璃厂家的库存为 10-15 天左右, 低于 15-30 天的正常水平。与年初各厂家的库存相比, 下降了 2/3 左右。

■ **销售情况好于预期源于房地产投资的恢复和年初部分产能的停产。**6 月份, 我国房地产投资达 4340 亿元, 同比增长 18%。这些直接拉动了建筑用玻璃产品需求。同时, 按照不完全统计, 去年年底约有 50 条以上的浮法玻璃生产线停产, 影响了玻璃 1 亿重箱的生产能力, 约占浮法玻璃产能的 20%。目前虽有一部分生产线陆续复产, 但据我们调研停产的生产线仍有 25-30 条, 影响产能约 6000 万重箱, 占目前玻璃产量的 12% 左右。

➢ **停产玻璃生产线可能会加快复产进程。**目前玻璃的销售情况超出行业内大多数生产厂家的预期, 我们判断目前停产的生产线会在下半年加快复产的进程。根据玻璃生产线最快的复产时间 2 个月左右, 我们预计在 4 季度以后, 生产线复产的压力会较为明显。届时玻璃价格可能会有所回调。如果考虑停产生产线的复产, 我们预计到今年年底玻璃价格可能会与目前的价格基本持平。

➢ **销售超预期可能带来交易性机会。**我们预计在目前的市场环境下, 可能会因为玻璃销售的超预期带来交易性机会。建议投资者关注行业里的龙头企业南玻 A、金晶科技、福耀玻璃, 以及建筑玻璃回升弹性较大的耀皮玻璃、三峡新材、方兴科技等。但在今年 3-4 月份大多数玻璃股票因为新能源板块的联动效应有较大的涨幅, 目前板块估值略显偏高, 请投资者注意风险。

股票代码	股票名称	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE	投资评级
000012	南玻 A	0.34	0.54	0.70	51.9	32.6	25.2	推荐
600586	金晶科技	0.19	0.34	0.49	85.7	48.8	33.8	推荐
600660	福耀玻璃	0.12	0.41	0.58	94.2	28.2	19.9	推荐

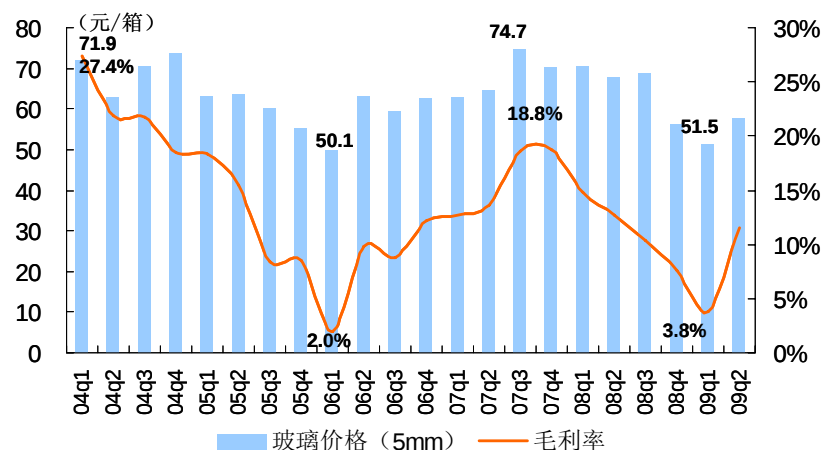
1、目前产品价格及毛利率的处于周期变动的中段

1.1 玻璃价格年初以来大幅反弹，部分地区接近 07 年高点水平

年初以来，受益于玻璃行业大面积停减产的有利因素，以及经销商补充低库存的采购活动推动了玻璃价格由年初 1200 元/吨的水平快速反弹。进入 2 季度后期，国内部分地区房地产投资有所恢复，推动玻璃需求继续上升，6 月份我国玻璃产量达到 4875 万箱，接近历史最高月度产量水平；价格方面，近日全国各地玻璃价格持续上涨，华南华东玻璃挂牌价格达到 2300 元/吨，据 07 年玻璃实际成交价的高峰 2400 元/吨仅一步之遥。

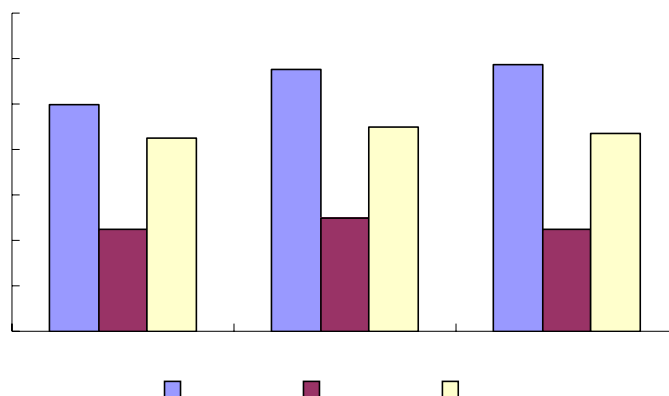
随着 9-10 月份玻璃销售进入旺季，预计国内单月玻璃销量可能超过 07 年高点，部分地区的短期玻璃价格也可能会阶段性的超越 07 年高点。而从重油与纯碱等玻璃制造所需的原材料成本看，由于它们的价格水平离 07 年底水平尚分别有 10%和 30%左右的差距，预计此次玻璃价格到年底的最终涨幅将不会超过 07 年的高点水平。

图 1 04 年以来玻璃行业毛利率及主要玻璃品种价格的变动分析



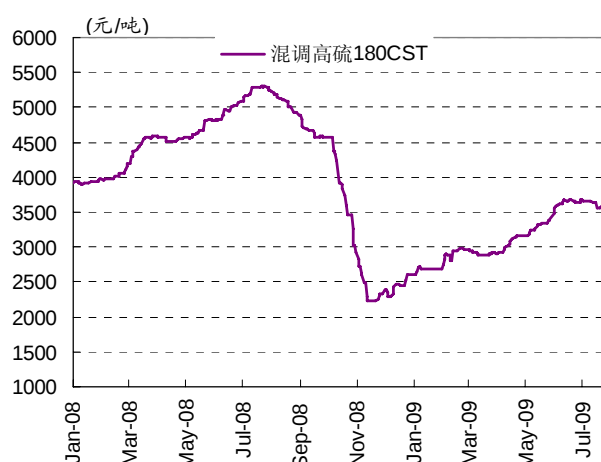
资料来源：Wind，中投证券研究所

图 2 当前玻璃产品价格与前一周期的高点与低点价格水平的比较



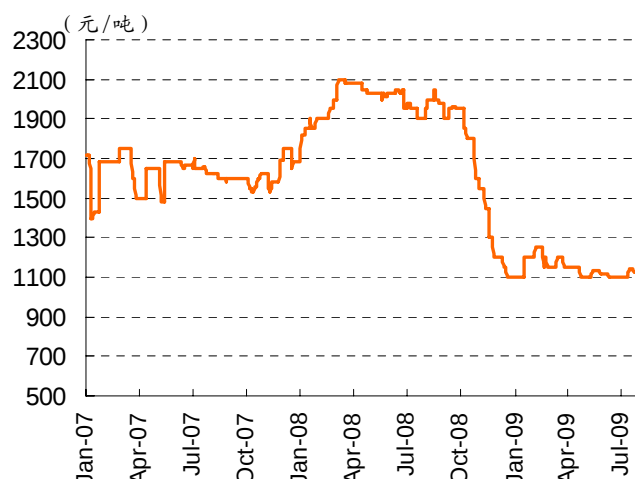
资料来源：市场调研数据，中投证券研究所。注：样本为镀膜级玻璃价格

图 3 重油价格变动



资料来源：隆众商务网

图 4 纯碱价格变动

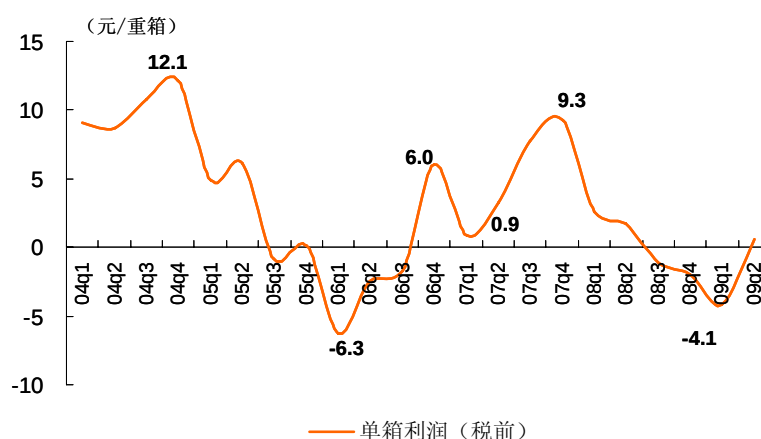


资料来源：化工在线

1.2 玻璃行业 2 季度成功扭亏，目前盈利能力处于周期的中段

2 季度玻璃行业实现税前利润 8671 万元，摆脱了 08 年 2 季度以来的连续 3 个季度亏损局面。但从毛利率和单位产品的盈利能力分析，09 年 2 季度行业的毛利率只有 11.5%，单位重箱利润也仅有 0.6 元/重箱，目前行业的整体盈利仍处于周期变动的中段水平。行业盈利持续向好有待需求的进一步稳固以及之前停减生产线能够实现合理有序的复产。

图 5 04 年以来玻璃行业单位重箱的利润变动



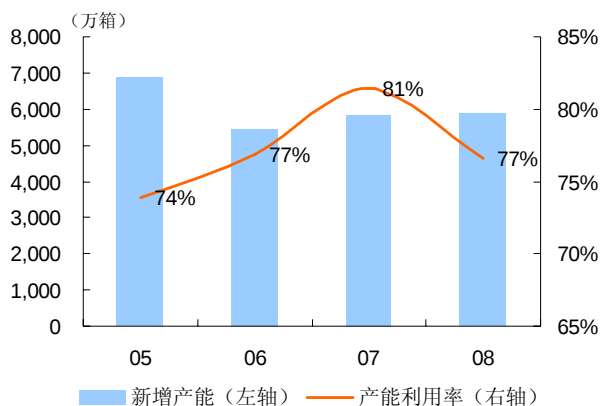
资料来源：Wind，中投证券研究所

2、前期停减产为行业转暖创造条件，需关注复产进度

相较于房地产投资有所恢复的因素，玻璃行业年初部分产能的停产是促成目前销售情况好于预期的更主要原因。按照玻璃行业协会的不完全统计，去年年底约有 50 条以上的浮法玻璃生产线停产，影响了玻璃 1 亿重箱的生产能力，约占浮法玻璃产能的 20%。目前虽有一部分生产线陆续复产，但据我们调

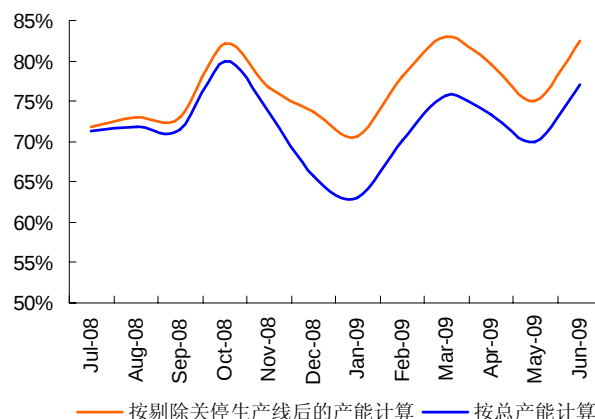
研停产的生产线仍有 25-30 条，影响产能约 6000 万重箱，占目前玻璃产量的 12%左右。行业停减产的这部分生产线为当前行业转暖创造了有利条件，预计按剔除当前停产生产线后的剩余产能规模计算，目前行业的产能利用率已提高至 82%左右，接近 07 年的行业运转水平。

图 6 05-08 年行业新增产能及产能利用率



资料来源：wind

图 7 08 年下半年以来的行业产能利用率估计



资料来源：wind，中投证券研究所

由于目前玻璃的销售情况超出行业内大多数生产厂家的预期，我们判断目前停产的生产线会在下半年加快复产的进程。根据玻璃生产线最快的复产时间 2 个月左右，我们预计在 4 季度以后，生产线复产的压力会较为明显。届时玻璃价格可能会有所回调。如果考虑停产生产线的复产，我们预计到今年年底玻璃价格可能会与目前的价格基本持平。

3、主要上市公司分析

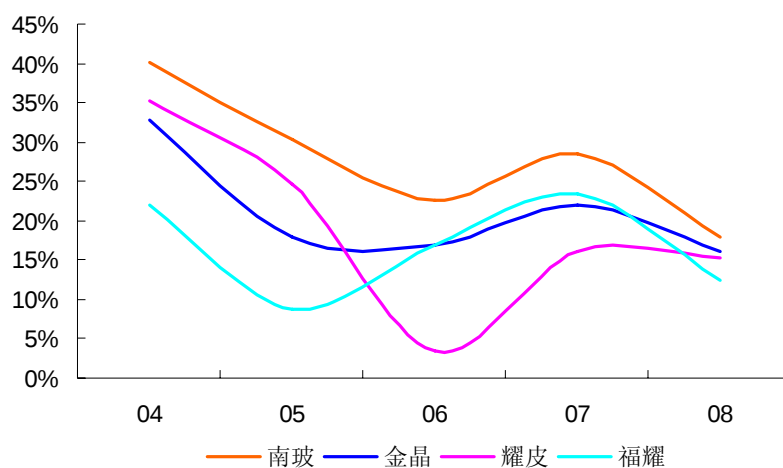
在今年 3-4 月份大多数玻璃股票因为新能源板块的联动效应有较大的涨幅。目前板块估值跟相关的水泥和建筑板块相比，估值高出 30%以上。但我们预计在目前的市场环境下，可能会因为玻璃销售的超预期带来交易性机会。建议投资者关注行业里的龙头企业南玻 A、金晶科技、福耀玻璃，以及建筑玻璃回升弹性较大的耀皮玻璃、三峡新材、方兴科技等。

表 1 主要玻璃企业估值水平

股票代码	公司名称	股价 (090803)	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE
000012	南玻 A	17.62	0.34	0.54	0.70	51.9	32.6	25.2
600586	金晶科技	16.58	0.19	0.34	0.49	85.7	48.8	33.8
600660	福耀玻璃	11.57	0.12	0.41	0.58	94.2	28.2	19.9
600819	耀皮玻璃	8.68						
600552	方兴科技	14.50				未覆盖		
600293	三峡新材	8.25						

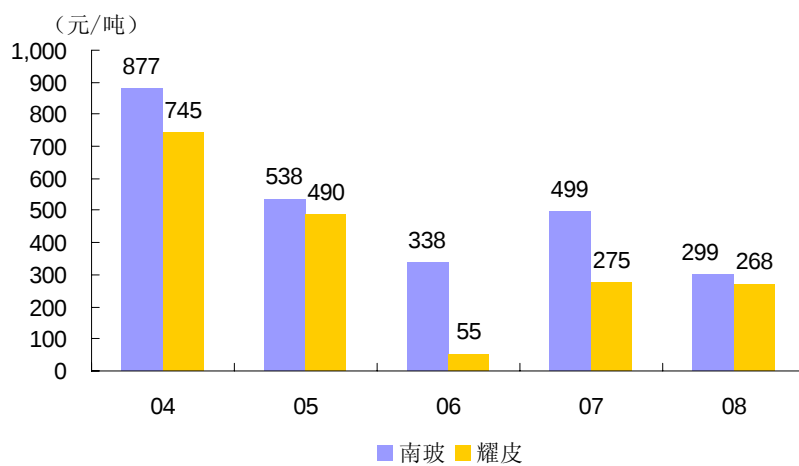
资料来源：WIND，中投证券研究所

图 8 04-08 年主要玻璃企业浮法业务毛利率对比



资料来源: Wind, 中投证券研究所

图 9 04-08 年主要玻璃企业浮法业务单吨毛利变动



资料来源: 公司资料

注: 由于金晶和福耀的产量数据出入较大, 此处未对其进行计算

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李凡, 中投证券研究所建筑建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 4 年证券行业从业经验。

罗泽兵, 中投证券研究所建筑建材行业分析师, 管理学硕士。3 年相关行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、南玻 A、金晶科技、中海油服、海油工程、中国中铁、中国铁建、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100031	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 66276939	传真: (021) 62171434